

Miért (nem) fizetnek osztalékot a vállalatok?

Osztalékpolitikai és részvény-visszavásárlási elméletek

SZLÁDEK DÁNIEL

Bevezetés

A vállalati pénzügyek célja a vállalat értékének maximalizálása, a tudományághoz kapcsolódó elméleti és gyakorlati következtetések is ebből eredeztethetők.¹ A cél eléréséhez a vállalat vezetői három döntési kérdéssel szembesülnek. A beruházási döntés során a vállalatok olyan projekteket keresnek, amelyek hozama meghaladja a tőkeköltséget, azaz pozitív nettó jelenértékkel rendelkeznek, növelve a vállalat értékét. A tőkeköltség kifejezi a projekt kockázatát és a finanszírozáshoz szükséges tőke szerkezetét (adósság és saját tőke), míg a hozam a beruházásból származó pénzáramok nagyságát és időbeliségét is tükrözi. A finanszírozási döntés kapcsán a vállalat számára optimális tőkeszerkezet (saját tőke és adósság arány) megtalálása a cél, amellyel minimalizálható az átlagos tőkeköltség, maximalizálva a vállalat értékét. A harmadik döntés az osztalékfizetési döntés, amely során a vállalat dönt a tulajdonosoknak visszajuttatott pénz mennyiségéről, valamint arról, hogy ez milyen formában történjen: osztalékot fizessen a vállalat, vagy részvényeket vásároljon vissza.²

Kutatásom során a vállalati pénzügyi döntések közül a harmadikra fókuszálok, tehát az osztalékfizetési döntésre. A magyar elnevezés abból az időszakból származik, amikor a vállalatok szinte kizárólag osztalékként juttattak vissza pénzt a részvényesekhez, az angol *payout policy* tágabb kategóriát jelent, magába foglalja a részvény-visszavásárlásokat is, magyarul tulajdonosi kifizetésként hivatkozom az osztalékok és részvény-visszavásárlások összességére. Az osztalékpolitikai kérdéson belül arra keresem a választ, hogy a klasszikus pénzviasszajuttatási mód, az osztalékfizetés mellett miért egyre gyakoribb a részvény-visszavásárlás. Ebben a tanulmányban az osztalékpolitikával kapcsolatos elméleti megközelítéseket szemlézem.

A tanulmányt a tulajdonosi kifizetések klasszikus formájával, az osztalékfizetéssel kezdem, bemutatva az osztalékfizetési döntéshez kapcsolódó elméleteket. Ezután arra világítok rá, hogy az utóbbi évtizedekben az osztalékfizetés mellett egyre inkább előtérbe kerültek a részvény-visszavásárlások. Röviden ismertetem a részvény-visszavásárlás különböző módosait, majd a vonatkozó statisztikákat is prezentálok. Végezetül a részvény-visszavásárlásokat magyarázó elméleti megfontolásokat mutatom be.

¹ DAMODARAN 2014.

² DAMODARAN 2014.

Osztalékfizetéssel kapcsolatos elméletek

A tanulmányom elején a klasszikus pénzvisszajuttatási móddal, azaz az osztalékfizetéssel kapcsolatos elméleteket ismertetem. Fazakas és Kosárka³ folyóiratcikkükben javaslatot tesznek az elméletek csoportosítására, ennek mentén mutatom be a teóriákat. A vállalat értékére gyakorolt hatást vizsgálva a klasszikus csoportosítás szerint megkülönböztetjük a baloldali, a középutas, valamint a jobboldali álláspontot. A további osztalékpolitikai elméletek különböző piaci tökéletlenségekből fakadnak, mint például az adózás, aszimmetrikus információk, az ügynökköltségek, vagy a tranzakciós költségek.⁴

A klasszikus csoportosításban a jobboldali álláspont azt képviselte, hogy minél nagyobb osztalékot fizet a vállalat, annál jobb, a magasabb osztalék pozitívan hat a vállalat értékére.⁵ Ez a gondolatmenet előrevetíti a későbbi aszimmetrikus információ és ügynökköltségek okozta osztalékfizetést. Az osztalékfizetés információt szolgáltat a befektetők számára, mivel megléte vagy emelése azt jelezheti, hogy a vállalat vezetői szerint a következő időszakban nyereségesen fog működni a vállalat, ezért a piac többre értékeli az osztalékot fizető cégeket.⁶ Továbbá, az osztalékként kifizetett pénz már biztosan a tulajdonosok rendelkezésére áll, míg a visszaforgatott nyereség felhasználásáról a menedzsment dönt. A vezetés olykor nem megfelelő beruházási projektekre fordíthatja a szabad pénzeszközöket, ezáltal csökkenhet a vállalat értéke, és így a részvényesi érték is.⁷

A középutas vélemény Miller és Modigliani⁸ meghatározó folyóiratcikkére vezethető vissza. Álláspontjuk szerint a vállalat értéke független az osztalékfizetési döntéstől, tehát az osztalékpolitika közömbösségét hirdetik. Nagyon fontos megjegyezni azonban, hogy Miller és Modigliani elmélete csak szigorú feltételek mentén érvényes. Ezek a következők: nincsenek adók és tranzakciós költségek, tökéletesen versenyző piacok vannak, információs szimmetria a befektetők és a vállalatvezetők között, racionálisan cselekvő befektetők.⁹ Természetesen a tulajdonosok és a vállalat menedzsmentje is tisztában van azzal, hogy a gyakorlatban ezek a feltételezések sérülnek. A középutas elmélettel egyetértők szerint azonban a piaci szereplők már alkalmazkodnak ezekhez a piaci tökéletlenségekhez, az alkalmazkodásra képes ügyfélkör miatt irreleváns az osztalékfizetési döntés a vállalat értékére.¹⁰

A baloldali álláspontot képviselők, szemben a jobboldaliakkal, úgy gondolták, hogy az osztalékfizetés nem helyes. Ez az álláspont abból fakad, hogy az 1960-as években az Egyesült Államokban az osztalékoknak hatalmas

³ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

⁴ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

⁵ BREALEY – MYERS 2011.

⁶ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

⁷ BREALEY – MYERS 2011.

⁸ MILLER – MODIGLIANI 1961.

⁹ FARRE-MENSA et al. 2014.

¹⁰ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

adóhátránya volt az árfolyamnyereségből származó jövedelemmel szemben.¹¹ Az osztalékok a személyi jövedelemadó kulcsok mentén adóznak, míg az árfolyamnyereség tőkejövedelemnek számít, historikusan pedig a személyi jövedelemadó felső kulcsai jelentősen magasabbak voltak, mint tőkejövedelem adókulcsai. Az adóhátrány miatt a befektetők többre értékelhetik azokat a vállalatokat, amelyek semennyi vagy csak kevés osztalékot fizetnek, a visszaforgatott nyereség miatt pedig árfolyamnyereség realizálható.¹²

A klasszikus csoportosítás mellett egy másik fontos rendezőelv az elméletek kategorizálásában az osztalékok információtartalma. Ha teljes informáltságot feltételezünk, akkor ebben az esetben az osztalékfizetéseknél nincsen információtartalma, ezért a kifizetés nagyságának magyarázata az egyéb piaci tökéletlenségekből fakad.¹³

A tőkepiacokon azonban jellemzően aszimmetrikus informáltsággal rendelkeznek a piaci szereplők: a vállalat vezetői jobban tudják, hogy az általuk irányított vállalat hogyan teljesít, mint a beszámolókból tájékozódó befektetők.¹⁴ A jelzéselmélet szerint a vállalat vezetői az osztalék emelésével jelzik a piac felé, hogy jól működik a vállalat, sőt, jövőbeli kilátásai kedvezőek, hiszen tartani tudják majd a megemelt osztalék fizetését is. Ezzel szemben az osztalék csökkentése arról árulkodik, hogy a vállalat nem teljesít jól, ezért az osztalék mérséklése negatív üzenetet hordoz a befektetők felé.¹⁵

Ha nem teljes a különböző piaci szereplők informáltsága, akkor előfordulhat, hogy a vállalat vezetése nem kizárólag a tulajdonosok érdekeit képviseli a döntések meghozatalakor, ezáltal csökkenhet a részvényesi érték.¹⁶ Ez az érdeellentét alapozta meg az ügynökköltségek elméletét, amely akkor releváns, mikor a vállalat vezetői és a tulajdonosok nem ugyanazok a személyek, ez jellemző a tőzsdei vállalatok esetében. Ezek az ügynökköltségek mérsékelhetők a szabad pénzáram hipotézise szerint. Az elmélet azt takarja, hogy az osztalékfizetés révén csökkenthető a menedzserek rendelkezésére álló szabad pénzeszközök szintje, ezáltal nem tudnak felesleges beruházásokat vagy akvizíciókat végrehajtani.¹⁷

A piaci tökéletlenségek mellett egy vállalat osztalékpolitikáját erőteljesen befolyásolja az, hogy mely iparágban tevékenykedik. Az adott iparághoz tartozó vállalatok nagyjából hasonló tulajdonságokkal rendelkezhetnek, például a termékek életútjára, a kockázatosságukra, az eszközeik likviditására vagy az eladósodottság mértékére vonatkozóan.¹⁸ Ezek a tulajdonságok meghatározhatják a tulajdonosoknak visszajuttatott pénz mennyiségét is, például

¹¹ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

¹² BREALEY – MYERS 2011.

¹³ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

¹⁴ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

¹⁵ ROSS 1977.

¹⁶ DAMODARAN 2014.

¹⁷ EASTERBROOK 1984; JENSEN 1986.

¹⁸ FAZAKAS – KOSÁRKA 2008.

egy érett piacon lévő terméket forgalmazó vállalat esetében érdemes lehet a potenciálisan értéket nem teremtő beruházások helyett a megtermelt pénzmennyiséget kifizetni a részvényeseknek. Az iparági sajátosságok miatt a befektetők azt is figyelembe veszik, hogy az iparág többi vállalata átlagosan mekkora osztalékot fizet, az ettől való eltérés pedig magyarázatra szorulhat.

Eltűnő osztalékok és a részvény-visszavásárlások előtérbe kerülése

Az osztalékfizetéssel kapcsolatos elméleti megfontolások bemutatása után az eltűnő osztalékok és a részvény-visszavásárlások megjelenését tükröző adatokat ismertetek. A tulajdonosokhoz visszajuttatott pénz klasszikusan osztalék formájában került vissza a részvényesekhez, azonban az elmúlt évtizedekben a részvény-visszavásárlások egyre nagyobb hányadát tették ki a kifizetett összegnek.

A részvény-visszavásárlások előtérbe kerülésével párhuzamosan az figyelhető meg, hogy az osztalékfizetés „eltűnik”: egyre kevesebb vállalat él a pénzvisszajuttatás klasszikus formájával. Fama és French¹⁹ az amerikai részvénytőzsdék (NYSE – New York Stock Exchange, AMEX – American Stock Exchange és NASDAQ – Nasdaq Stock Market) adatai alapján számszerűsítik ezt a jelenséget. A közmű és a pénzügyi vállalatok kivételével végzett elemzésük szerint az osztalékfizető vállalatok aránya 1978-ban érte el maximumát. Az 1973-ban megfigyelt 52,8% 1978-ra 66,5%-ra emelkedett, ezután azonban folyamatosan csökkent az arány, 1999-ben már csak a vállalatok 20,8%-a fizetett osztalékot.

Az osztalékot fizető vagy nem fizető vállalatok számának vizsgálata mellett az is releváns, hogy a fizető vállalatok mekkora összegű kifizetéseket hajtottak végre. Grullon és Michaely²⁰ bemutatja, hogy az Egyesült Államokban az osztalékok átlagos éves növekedési üteme 1980 és 2000 között 6,8% volt, ezzel szemben a részvény-visszavásárlásokra fordított összeg ugyanezen időszak alatt évente átlagosan 26,1%-kal növekedett. Az vállalatok aggregált eredményéből 1980-ban 4,8%-ot, míg 2000-ben már 41,8%-ot juttattak vissza a tulajdonosoknak részvény-visszavásárlások formájában. Ezeknek a folyamatoknak a következménye, hogy a részvény-visszavásárlások osztalékokhoz viszonyított aránya 13,1%-ról (1980) az évszázad végére 113,1%-ra nőtt (2000), ezáltal a(z) amerikai) történelem során először több pénzt juttattak vissza a tulajdonosokhoz a vállalatok részvény-visszavásárlás formájában, mint osztalékként.

Farre-Mensa és munkatársai²¹ adatai megerősítik mindazt, amit Fama és French²² megállapított a tanulmányában: az osztalékfizető vállalatok aránya az 1970-es évek végén tetőzött, utána folyamatosan csökkent a századfordulóig. A

¹⁹ FAMA – FRENCH 2001.

²⁰ GRULLON – MICHAELY 2002.

²¹ FARRE-MENSA et al. 2014.

²² FAMA – FRENCH 2001.

2000-es évek elején ezután újra növekedett az arány, amelyről Floyd et al.²³ értekeznek, külön vizsgálva a termelő és a pénzügyi vállalatokat: eredményeik szerint a pénzügyi vállalatok ragaszkodnak továbbra is inkább az osztalékfizetéshez. Az osztalékfizetések dollárban számított értéke nagyjából stabilan növekedett az 1970-es évektől a 2000-es évek elejéig, ahol néhol egy kisebb ugrás történt. Ezzel szemben a részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatban ciklusok figyelhetők meg, melyek közül a leginkább szembetűnő a 2008-as válság előtti erőteljes felfutás, majd utána a jelentős zuhanás. A teljes kifizetés összegét ezáltal a stabilabbnak tűnő osztalék mellett a hektikusabb részvény-visszavásárlások formálják.²⁴

A kifizetési döntéssel vagy politikával foglalkozó empirikus tanulmányok többsége az amerikai részvénypiacokat elemzi, azonban a nemzetközi kifizetési tendenciák is érdeklik a kutatókat. Az Európai Unió eredeti tizenöt tagállamára vonatkozóan von Eije és Megginson gyűjtött adatokat.²⁵ Az Egyesült Államokhoz hasonlóan az európai országokban is csökkenő tendenciát mutat az osztalékfizető vállalatok száma, azonban a kétezres évek elején kontinensünkön is megfordul a folyamat. Az osztalékfizető vállalatok arányának mélypontján is legalább a vállalatok 40%-a fizetett osztalékot, de a minimum még magasabb értéket vesz fel egyes országokban/régiókban, tehát az osztalékfizetés kevésbé „tűnik el” Európában, mint az Egyesült Államokban.

Ha a kifizetett összegeket tekintjük, akkor az állapítható meg, hogy Európában a részvény-visszavásárlások még nem közelítik meg az osztalékfizetések szintjét, 2005-ben nagyjából kétszer akkora összegű osztalékot fizettek az európai vállalatok, mint amekkora összeget részvény-visszavásárlásra fordítottak.²⁶ Összességében elmondható, hogy Európában egyelőre a részvény-visszavásárlások nem vették át az osztalékfizetés kiemelt szerepét a tulajdonosok felé történő pénzvisszajuttatási módozatok közül, de növekvő jelentőségük az „öreg kontinensen” sem kérdőjelezhető meg. Az adatokat jelentősen befolyásolja, hogy Európában a '90-es évek végéig sokkal szigorúbban szabályozták a részvény-visszavásárlásokat, mint az Egyesült Államokban. A részvény-visszavásárlások és a szabályozási kérdések kapcsolatáról a későbbiekben még szót ejtek.

A részvény-visszavásárlás módjai

A részvény-visszavásárlások jelentőségének ismertetése után azzal folytatom tanulmányomat, hogy a vállalatok milyen módon vásárolhatják vissza a részvényeket. Ötféle részvény-visszavásárlási módot mutatok be: fix áras ajánlat (*fixed-price tender offer/self-tender offer*), holland aukciós ajánlat (*Dutch auction tender offer*), nyílt piaci visszavásárlási program (*open market*

²³ FLOYD et al. 2015.

²⁴ FARRE-MENSA et al. 2014.

²⁵ VON EIJE – MEGGINSON 2008.

²⁶ VON EIJE – MEGGINSON 2008.

repurchase program), zártkörű ajánlat (*privately negotiated purchases/targeted stock repurchases*) és értékesíthető eladási jogok elosztása (*transferable put-rights distributions*).

A részvény-visszavásárlások egyik módja az, amikor a részvényeket visszavásárló vállalat fix áras ajánlatot tesz. A fix áras ajánlat – ahogy a neve is sugallja – azt jelenti, hogy egy előre meghatározott árfolyamon vásárolhat vissza részvényeket a vállalat. Az árfolyam mellett a forgalomban lévő részvények visszavásárolható százalékát is rögzítik, valamint a visszavásárlási program időtartamát is. Ez az időszak meghosszabbítható, ugyanakkor általában öt vagy hat hét alatt befejeződik a visszavásárlás.²⁷

Az előre meghatározott visszavásárlási árfolyam jellemzően magasabb, mint az aktuális részvényárfolyam, ezzel a prémiummal lehet ösztönözni a tulajdonosokat, hogy eladják részvényeiket. Ha túl sok a jelentkező, ebben az esetben több részvényt is visszavásárolhat a vállalat, kevés eladó esetén pedig meghosszabbítható a visszavásárlási időszak vagy visszavonják az ajánlatot. A vállalat vezetése általában nem vesz részt, tehát nem adja el részvényeit, ezáltal megőrizhető a bejelentés hitelessége.²⁸

A holland aukciós ajánlat nagyon hasonlít a fix áras ajánlathoz: a visszavásárolni kívánt részvények darabszáma és a program időtartamát ugyanúgy előre rögzítik ennél a módszernél is. A különbség a visszavásárlási árfolyam meghatározásából fakad: a fix áras ajánlattal ellentétben a holland aukciós ajánlatnál nem egy előre rögzített árfolyamot ad meg a vállalat, hanem egy árfolyamsávot. A visszavásárlási programban részt vevő tulajdonosok benyújtják az eladni kívánt darabszámot és a kívánt árat. Ezután a vállalat sorba rendezi az ajánlatokat, majd meghatározza a minimum árfolyamot, amely mellett meg tudja vásárolni a megcélzott darabszámot. A minimum árfolyamon vagy alatta benyújtott részvényeket visszavásárolja a vállalat, a többi részvény a tulajdonosok birtokában marad.²⁹

A részvény-visszavásárlási módok között a nyílt piaci visszavásárlási program tekinthető a legnépszerűbb módszernek. Az előző két módszerhez képest több jelentős különbség is van a nyílt piaci visszavásárlási programoknál.

Először, ebben az esetben nem határozzák meg előre a visszavásárolni kívánt részvények darabszámát, hanem ehelyett a program összértékét jelentik be. Másodszor, a nyílt piaci visszavásárlási programok jellemzően hosszabb időszak alatt kerülnek végrehajtásra, akár több év is lehet egy program hossza. Harmadszor, az egyik legfontosabb különbség, hogy a fix áras és a holland aukciós ajánlattal ellentétben a nyílt piaci visszavásárlási program során a vállalatnak nem kötelező visszavásárolni a bejelentett összegért.³⁰ Stephens és Weisbach³¹ bemutatják, hogy amerikai mintájukban a vállalatok átlagosan csak

²⁷ VAFEAS 1997; HSIEH – WANG 2009.

²⁸ VAFEAS 1997; HSIEH – WANG 2009.

²⁹ VAFEAS 1997; HSIEH – WANG 2009.

³⁰ VAFEAS 1997; HSIEH – WANG 2009.

³¹ STEPHENS – WEISBACH 1998.

74% és 82% közötti hányadát vásárolják vissza a bejelentett összegnek a bejelentés utáni három év alatt.

A negyedik típusú részvény-visszavásárlási módszer a zártkörű ajánlat. A módszer lényege, hogy a vállalat egy nagy részvényt csomaggal rendelkező tulajdonost vagy csoportot keres meg annak érdekében, hogy visszavásárolja részvényeiket. Jellemzően az ajánlott ár prémiumot tartalmaz az aktuális részvényárfolyam fölött, ezért elterjedt a *greenmail* elnevezés, az angol *blackmail*, azaz zsarolás nyomán. Ha elég nagy a prémium, akkor megéri eladni a részvényt csomagot a vállalatnak, innen a „zsarolás” becenév. Ez a módszer hatásos megoldás lehet egy ellenséges felvásárlási szándék megakadályozásának, azonban ennek hiányában is alkalmazható a zártkörű ajánlattétel.³²

Az utolsó részvény-visszavásárlási technika az értékesíthető eladási jogok elosztása. Ahogy a neve sugallja, ebben az esetben a vállalat részvényekre szóló eladási jogot oszt szét a tulajdonos között, a birtokolt részvények arányában. Ez az opció eladási jogot biztosít a tulajdonosnak, melynek rögzített árfolyama (kötési árfolyam) és meghatározott lejárat van. Az opció értékesíthető a vállalat többi tulajdonosának.³³

Az értékesíthető eladási jogok elosztásának több előnye is van a többi módhoz képest. Azok a befektetők adják el az opciót és tartják meg a részvényeiket, akiknek magas a rezervációs áruk a részvényre vonatkozóan. Ennek következtében az alacsonyabb rezervációs árral rendelkező tulajdonosoktól vásárolja vissza a részvényeket a vállalat, ezáltal megnő a magas rezervációs árral bíró tulajdonosok aránya a vállalatban, amely miatt nehezebb lesz egy ellenséges felvásárlónak „megtámadni” a vállalatot. Továbbá a befektetők különböző kulcsokkal adóznak, és mivel értékesíthető a jog, így el tudják dönteni, hogy a részvény megtartása, vagy az opció lehívása kedvezőbb-e számukra adózási szempontból.³⁴

A fent részletezett részvény-visszavásárlási módok közül az első négyre vonatkozóan közölnek adatot Banyi és munkatársai,³⁵ tehát a fix áras ajánlat, a holland aukciós ajánlat, a nyílt piaci visszavásárlási program és a zártkörű ajánlat adatai elérhetőek. A nyílt piaci visszavásárlási programok a legnépszerűbbek a részvény-visszavásárlási módok közül. 1985 és 2004 között a részvény-visszavásárlások 84%-a (12 931 eset) történt nyílt piaci program keretein belül. Továbbá a teljes részvény-visszavásárlásra fordított összeg majdnem 90%-a (kb. 1 749 milliárd dollár) került kifizetésre nyílt piaci programok során.

³² HSIEH – WANG 2009.

³³ HSIEH – WANG 2009.

³⁴ HSIEH – WANG 2009.

³⁵ BANYI et al. 2008.

A többi módozat adatai: fix áras ajánlat: 747 eset és kb. 71 milliárd dollár, holland aukciós ajánlat: 253 eset és kb. 41 milliárd dollár, zártkörű ajánlat: 1369 eset és kb. 98 milliárd dollár.³⁶ Összességében tehát megállapítható, hogy a nyílt piaci visszavásárlási programok dominálják a többi részvény-visszavásárlási módszert.

Részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó elméletek

Az előző fejezetekben a részvény-visszavásárlások egyre jelentősebb szerepéről és a különböző módozatairól írtam. Ebben a fejezetben áttekérek a részvény-visszavásárlások elméleti hátterére, vagyis a kapcsolódó elméleteket szemlézem. Az elméletek egy része a Miller és Modigliani³⁷ feltételek (nincsenek adók és tranzakciós költségek, versenyző piacok, információs szimmetria és racionálisan viselkedő befektetők) sérüléséből indul ki.³⁸ E megfontolások mellett egyéb részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó elméleteket is bemutatok.

Helyettesítési hipotézis

A részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatos elméletek közül az egyik legtöbbet tesztelt a helyettesítési hipotézis. A hipotézis szerint az osztalékok és a részvény-visszavásárlások helyettesítői egymásnak, így a szélsőséges esetben teljesen mindegy, hogy a vállalatok osztalékot fizetnek vagy részvényeket vásárolnak vissza. Ez a Miller és Modigliani³⁹ elmélet, ahol a tökéletes piaci feltételezések és a rögzített beruházási politika mellett az osztalékok és a részvény-visszavásárlások tökéletes helyettesítők.

Természetesen valós piaci körülmények között nem állnak fenn a Miller és Modigliani⁴⁰ feltételek, ezért nem ennyire egyértelmű a helyettesítő kapcsolat az osztalékok és a részvény-visszavásárlások között, emiatt számos tanulmány foglalkozik azzal, hogy tesztelje a helyettesítési hipotézist. Grullon és Michaely⁴¹ azt vizsgálta, hogy a 20. század végén a részvény-visszavásárlások előtérbe kerülése azért történt-e, mert a vállalatok az osztalékfizetéseket helyettesítik velük. Adataik ugyanazt sugallják, mint Fama és French⁴² adatai, azonban velük ellentétben Grullon és Michaely⁴³ számításai szerint fennáll a helyettesítési hipotézis. Lintner⁴⁴ osztalékelőrejelző modelljét használják fel arra, hogy teszteljék a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések közötti kapcsolatot, eredményeik alapján tehát elfogadható a helyettesítési hipotézis.

³⁶ BANYI et al. 2008.

³⁷ MILLER – MODIGLIANI 1961.

³⁸ FARRE-MENSA et al. 2014.

³⁹ MILLER – MODIGLIANI 1961.

⁴⁰ MILLER – MODIGLIANI 1961.

⁴¹ GRULLON – MICHAELY 2002.

⁴² FAMA – FRENCH 2001.

⁴³ GRULLON – MICHAELY 2002.

⁴⁴ LINTNER 1956.

Jiang és munkatársai⁴⁵ tanulmányukban szintén arra a következtetésre jutnak, hogy fennáll a helyettesítési hipotézis az osztalékfizetések és a részvény-visszavásárlásokra vonatkozóan. Baker és Wurgler⁴⁶ osztalékpolitikai elméletét, a kiszolgálás (catering) elméletet terjesztik ki a részvény-visszavásárlásokra. A kiszolgálás elmélet szerint a vállalat vezetői osztalékfizetési döntéseiket a befektetők osztalék iránti kereslete befolyásolja. A menedzserek kielégítik ezt a keresletet, amikor a piacon az osztalékot fizető részvények prémiummal forognak. Jiang és munkatársai⁴⁷ levezetik és adatokkal alátámasztják, hogy a részvény-visszavásárlásokhoz (osztalékokhoz) kapcsolódó prémium negatívan hat az osztalékfizetési (részvény-visszavásárlási) hajlandóságra, ezáltal igazolják a helyettesítési hipotézist.

A részvény-visszavásárlások elemzésével foglalkozó empirikus tanulmányok többsége az Egyesült Államok vállalatainak adatait dolgozza fel. Andriosopoulos és Hoque⁴⁸ azonban három európai ország, az Egyesült Királyság, Franciaország és Németország piacain vizsgálják a nyílt piaci visszavásárlási programokat, figyelembe véve az adott országban releváns jogi keretrendszerrel. Eredményeik alapján a helyettesítési hipotézis az Egyesült Királyságban és Németországban elvethető, míg Franciaországban elfogadható.

Dittmar⁴⁹ kutatása több értelemben is egyedi a részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatos szakirodalomak között: egyszerre több elméletet is tesztl, valamint 1977 és 1996 között minden egyes évre lefuttat egy regressziót (Tobit modellt), ezáltal feltérképezhető, hogy az egyes alperiódusokban mely tényezők voltak a meghatározók. A helyettesítési hipotézis Dittmar számításai szerint elvethető.

Brav és munkatársai⁵⁰ tanulmánya is rendhagyó az osztalékpolitikai szakirodalomban: a kutatók nem számszaki adatokat elemeztek, hanem 384 pénzügyi vezető kérdőíve és további 23 mélyinterjúja alapján térképezték fel az osztalékfizetések és a részvény-visszavásárlások motivációit. A vezetők válaszai alapján nem tekinthetők az osztalékfizetések és a részvény-visszavásárlások egymás helyettesítőinek. A válaszok mögött a visszavásárlások rugalmassága rejtőzik: az osztalékok ragadósak, azaz nem jellemző a csökkentésük, míg a visszavásárlások szabadabb kezlet adnak a vezetőségnek a tulajdonosi kifizetés mértékének meghatározásakor.

Ügynökköltségek és szabad pénzáramok elmélete

A második részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatos teória, amit bemutatok, az ügynökköltségek és a szabad pénzáramlások elmélete. Az ügynökköltségek abból fakadnak, hogy a vállalat vezetői, a menedzsment sok esetben nem ugyanazok az emberek, mint a tulajdonosok, ezáltal előfordulhat, hogy érdekeik

⁴⁵ JIANG et al. 2013.

⁴⁶ BAKER – WURGLER 2004.

⁴⁷ JIANG et al. 2013.

⁴⁸ ANDRIOSOPOULOS – HOQUE 2013.

⁴⁹ DITTMAR 2000.

⁵⁰ BRAV et al. 2005.

eltérőek.⁵¹ Végső soron ez azt is okozhatja, hogy a vezetőség nem a vállalati pénzügyek fő célját, a vállalat értékének maximalizálást szolgálja, hanem a saját céljaik (befolyás, magánvagyon növelése stb.) elérésére törekednek, amelyek csökkenthetik a tulajdonosok vagyonát.

Az ügynökköltségek és a tulajdonosi kifizetés közötti kapcsolatot Easterbrook⁵² és Jensen⁵³ tárja fel. Mivel ebben az időszakban még a részvény-visszavásárlások kevésbé voltak jellemzők, mindkét szerző az osztalékfizetést tekinti a pénzvisszajuttatás módjának. Ha a vállalat kifizeti a tulajdonosoknak a megtermelt pénzeszközök egy részét osztalékként, akkor a menedzsment számára kevesebb erőforrás áll rendelkezésre, csökkentve ezáltal a vezetőség hatalmát, erejét.

A ki nem fizetett, szabad pénzárammal a vezetők kétféleképpen tudnak kárt okozni a tulajdonosoknak.⁵⁴ Egyrészt a rendelkezésre álló pénzeszközöket olyan beruházásokra fordíthatják, amelyek negatív nettó jelenértékkel bírnak, tehát nem teremtenek értéket. Az ilyen túlzott beruházási tevékenység (*overinvestment*) csökkenti a vállalat értékét, vagyis a tulajdonosok vagyonát. A másik ügylet közvetlenebb kapcsolatban áll a menedzsment érdekeivel: a szabad pénzeszközöket arra is felhasználhatják, hogy megnöveljék saját javadalmazásukat, ami a tulajdonosok számára elérhető szabad pénzáramlásokat csökkentik.

Howe és munkatársai⁵⁵ többek között a szabad pénzáramlások elméletét tesztelték tanulmányukban. Fix áras részvény-visszavásárlások és speciális osztalékok bejelentésének hatását vizsgálták kutatásuk során. A vállalatokat a Tobin-féle q érték szerint csoportokba sorolták: az alacsony mutatóval rendelkező vállalatok a túlzott beruházási tevékenységet folytatók, míg a magas Tobin-féle q értékű cégeket az értékmaximalizálók csoportjába tették. (A Tobin-féle q mutató egyenlő a vállalat eszközeinek piaci értéke és ezek becsült pótlási költsége hányadosával.⁵⁶) Eredményeik szerint mindkét csoport vállalatai nagyjából ugyanúgy reagálnak a részvény-visszavásárlási vagy a speciális osztalékfizetési bejelentésre, ezért elvethető a szabad pénzáramlások elmélete.

Perfect és munkatársai⁵⁷ azonban megkérdőjelezi Howe és kollégáinak⁵⁸ eredményeit. Perfect és munkatársai⁵⁹ szerint a szabad pénzáramlások elméletének elfogadása vagy elvetése erősen függ a Tobin-féle q mutató kiszámításától, továbbá Howe és szerzőtársai⁶⁰ több hasonló kutatástól eltérően nemcsak a legfrissebb lezárt évet vették figyelembe a mutató kalkulálásakor,

⁵¹ DAMODARAN 2014.

⁵² EASTERBROOK 1984.

⁵³ JENSEN 1986.

⁵⁴ HSIEH – WANG 2009.

⁵⁵ HOWE et al. 1992.

⁵⁶ BREALEY – MYERS 2011.

⁵⁷ PERFECT et al. 1995.

⁵⁸ HOWE et al. 1992.

⁵⁹ PERFECT et al. 1995.

⁶⁰ HOWE et al. 1992.

hanem az utolsó három év adatait használták fel. Perfect és kollégái⁶¹ tehát mellett érvelnek, hogy a szabad pénzáramlások hipotézisét nem lehet elvetni.

Vafeas és Joy⁶² 162 részvény-visszavásárlási bejelentést vizsgáltak meg az 1985 és 1991 közötti időszakban. Szintén a Tobin-féle q értékek alapján rendezték csoportba a vállalatokat, ahogy az előbbi tanulmányok is. Kutatásuk eredményeként megállapítják, hogy fennáll a szabad pénzáramlások elmélete.

Brav és munkatársai⁶³ pénzügyi vezetők körében végzett kutatása azonban ellentmond ennek az eredménynek. Ez abból a szempontból talán nem meglepő, hogy itt a vezetők véleménye alapján tesznek megállapításokat, a vezetők pedig nem érzik úgy, hogy helytálló lenne az ügynökelmélet, tehát szerintük ők mindig a tulajdonosok érdekeit képviselik. Dittmar⁶⁴ viszont 1977 és 1996 közötti adatokon végzett elemzésében azt találta, hogy a szabad pénzáramlások elmélete több alperióduson keresztül is igazolható.

Jelzés- és alulértékeltségi elmélet

A következő elmélet, amely a részvény-visszavásárlások szerepét magyarázza, a jelzéselmélet és az ehhez kapcsolódó alulértékeltségi elmélet. A jelzéselmélet alapját az információs aszimmetria adja: a tulajdonosok és a piac kevesebb információval rendelkezik a vállalat működéséről, mint a vezetés. A menedzsment használhatja a tulajdonosi kifizetéseket, vagyis az osztalékfizetést és a részvény-visszavásárlást arra, hogy költségesen, „drágán” jelezze a piacnak, hogy a vállalat megfelelően működik, sőt, kilátásai kedvezőek.⁶⁵ A részvény-visszavásárlások az alulértékeltségi elmélet szerint különösen alkalmasak a jelzésre: a vállalat vezetői akkor indítanak visszavásárlási programot, amikor szerintük a vállalat részvényei alulértékeltek a piacon.⁶⁶

Ofer és Thakor⁶⁷ elméleti modellükben levezetik, hogy mind az osztalékfizetésekre, mind a részvény-visszavásárlásokra elfogadható a jelzéselmélet. Azt is alátámasztják, hogy a részvény-visszavásárlások bejelentése magasabb információtartalommal rendelkezik, mint az osztalékfizetéseké. Howe és munkatársai⁶⁸ a szabad pénzáramlások elméletével ellentétben a jelzéselméletet elfogadják kutatásuk eredményei alapján. Vafeas⁶⁹ a részvény-visszavásárlási módok közötti különbséget tárja fel e tekintetben: a fix áras ajánlatokra igaz a jelzéselmélet, míg a nyílt piaci visszavásárlási programok inkább a rövid távú alulértékeltség kihasználására alkalmasak.

⁶¹ PERFECT et al. 1995.

⁶² VAFEAS – JOY 1995.

⁶³ BRAV et al. 2005.

⁶⁴ DITTMAR 2000.

⁶⁵ MILLER – ROCK 1985.

⁶⁶ OFER – THAKOR 1987.

⁶⁷ OFER – THAKOR 1987.

⁶⁸ HOWE et al. 1992.

⁶⁹ VAFEAS 1997.

Az elméleti és empirikus eredmények ellenére a vezetők nem érzik úgy, hogy a részvényvásárlásokat arra alkalmazzák, hogy jelezzenek a piacnak, ugyanakkor alulértékeltség esetén szívesen vásárolnak vissza részvényeket.⁷⁰ Dittmar⁷¹ átfogó kutatása szerint is helytálló az alulértékeltségi elmélet, ugyanis a mintája összes évében eredményesek a tesztek erre az elméletre vonatkozóan.

Szabályozási és adózási kérdések

A Miller és Modigliani⁷² tökéletes piaci feltételezések közül az egyik egyértelműen sérülő megkötés az, hogy nincsenek adók: a „való” világban természetesen a vállalatok és a magánszemélyek is adóznak jövedelmük után. Az osztalékokkal és a részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatosan az a kérdés, hogy milyen adókulccsal adóznak a belőlük származó jövedelmek. Az Egyesült Államokban a 20. század második felében az általános személyi jövedelemadó kulcsa jelentősen magasabb volt, mint a tőkejövedelmeké. Az osztalékok az előbbi, a részvény-visszavásárlások az utóbbi alapján adóznak, tehát az osztalékoknak adóhátránya volt a visszavásárlásokkal szemben. Sokáig mégis inkább a hagyományos kifizetési módot, az osztalékfizetést választották a vállalatok, ennek oka pedig a szabályozási kérdésekben keresendő.⁷³

Az 1934-es, a tőzsdék működéséről szóló *Securities Exchange Act* szabályozta a részvény-visszavásárlásokat az Egyesült Államokban. A szabályozásra azért volt szükség, mert a *Securities and Exchange Commission* (SEC), vagyis a tőzsdefelügyelet azt szerette volna megakadályozni, hogy a vállalatok a visszavásárlásokkal a piacon kialakuló árfolyamokat manipulálják. A szabályozás azonban túlságosan elrettentő volt, ezért az adóhátrány ellenére a vállalatok osztalékot fizettek a részvény-visszavásárlások helyett. Az 1980-as évek deregulációs hulláma közben 1982-ben az SEC elfogadta a *Rule 10b-18* szabálmódosítást, melynek következtében jelentősen enyhült a részvény-visszavásárlások korlátozottsága. A szabálmódosítás elfogadása után a részvény-visszavásárlások egyre fontosabb szerepet töltöttek be a vállalatok kifizetéseiben.⁷⁴

A befektetők számára tehát egyáltalán nem mindegy, hogy a különböző tulajdonosi kifizetések, vagyis az osztalékok és a részvény-visszavásárlások után hogyan és mennyit kell adózniuk. A vállalatok vajon figyelembe veszik a részvényesek különböző adózási feltételeit, amikor a tulajdonosi kifizetések módjáról döntenek? Brav és munkatársai⁷⁵ megkérdezésére a pénzügyi vezetők azt válaszolták, hogy nem, azaz a befektetők adózási körülményei csak másodlagos szerepet töltenek be az osztalékok és a részvény-visszavásárlások közötti választás során.

⁷⁰ BRAV et al. 2005.

⁷¹ DITTMAR 2000.

⁷² MILLER – MODIGLIANI 1961.

⁷³ GRULLON – MICHAELY 2002.

⁷⁴ GRULLON – MICHAELY 2002.

⁷⁵ BRAV et al. 2005.

A részvény-visszavásárlások szabályozási kérdései nemcsak az Egyesült Államokban, hanem a világ többi országában is jelentősen befolyásolhatják a kifizetési politikát. A legtöbb európai országban 1998-ig tiltott volt a saját részvény visszavásárlása, de a mai napig jellemző a szigorú közzétételi kötelezettség, valamint a részvényesek engedélye is szükséges a visszavásárláshoz.⁷⁶ Andriosopoulos és Lasfer⁷⁷ három európai ország, az Egyesült Királyság, Franciaország és Németország vállalatainak részvény-visszavásárlásait vizsgálják, eredményeik szerint a helyi intézményi sajátosságok és szabályozási reformok jelentősen befolyásolják a visszavásárlások megítélését.

Felvásárlás megelőzése

Az utolsó elmélet, amelyet bemutatok a részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatban, a felvásárlás megelőzése. A részvény-visszavásárlások több csatornán keresztül is segíthetnek megakadályozni egy ellenséges felvásárlást. Egyrészt a visszavásárlás bejelentése a jelzés- és alulértékeltségi elmélet alapján növeli a részvényárfolyamot, ezáltal a felvásárlónak magasabb összeget kell kínálnia a részvényekért. Másrészt, azok a tulajdonosok értékesítik a visszavásárlás során a részvényeiket, akiknek a rezervációs ára alacsonyabb, emiatt a tulajdonosi körben a magasabb rezervációs árral rendelkező részvényesek maradnak, akik ezután csak még magasabb áron lennének hajlandók megválni részvényeiktől, csökkentve ezáltal egy potenciális ellenséges felvásárlás sikerességét.⁷⁸

Denis⁷⁹ a „megtámadott” vállalatok defenzív kifizetési politikáját vizsgálta. Eredményei alapján a részvény-visszavásárlások és a speciális osztalékok hatásos ellenszerek a felvásárlásokkal szemben, mivel sok vállalat el tudta kerülni segítségükkel a felvásárlást. Dittmar⁸⁰ empirikus kutatása azt mutatja, hogy a felvásárlás megelőzése csak néhány évben szignifikáns tényező a mintájában a részvény-visszavásárlások tekintetében. Lee és munkatársai⁸¹ szerint elfogadható a felvásárlás megelőzési elmélet az általuk vizsgált európai részvényt piacokon.

Összegzés

Az osztalékfizetési döntés az egyik fő kérdés a vállalati pénzügyekben. A mód, ahogy a vállalatok visszajuttatják a pénzt a tulajdonosoknak, jelentős változáson ment keresztül az utóbbi évtizedekben. A részvény-visszavásárlások átvették az

⁷⁶ LEE et al. 2010.

⁷⁷ ANDRIOSOPOULOS – LASFER 2015.

⁷⁸ HSIEH – WANG 2009.

⁷⁹ DENIS 1990.

⁸⁰ DITTMAR 2000.

⁸¹ LEE et al. 2010.

osztalékok szerepét mint a fő pénzvisszajuttatási mód az Egyesült Államokban, valamint a világ más tőkepiacain is megnőtt jelentőségük.

Ebben a tanulmányban a kifizetési politika elméleti hátterét mutattam be. Először az osztalékfizetéssel kapcsolatos elméleteket szemléltem, hiszen a 20. század nagy részében ez volt a fő kifizetési mód. A klasszikus jobboldali–középutas–baloldali csoportosítás mellett a piaci tökéletlenségekből fakadó modern irányzatokat is áttekintettem. Továbbá arról is szót ejtettem, hogy a vállalatok osztalékfizetési döntése erőteljesen függ az iparági környezettől, közvetlen versenytársaik döntésétől.

Az évezred vége felé azonban az osztalékfizetés mellett előtérbe került a részvény-visszavásárlás lehetősége. Az Egyesült Államok adatai egyértelműen azt mutatják, hogy a világ legfejlettebb tőkepiacán a részvény-visszavásárlások már nagyobb szerepet töltenek be a vállalatok kifizetési politikájában, mint az osztalékfizetés. Ez a fordulat egyelőre még nem látszódik a világ más tájain, azonban a részvény-visszavásárlások megjelenése mindenhol tetten érhető. A különböző részvény-visszavásárlási módok közül a nyílt piaci visszavásárlási program tekinthető a dominánsnak az amerikai adatok alapján.

A részvény-visszavásárlások egyre nagyobb jelentősége felkeltette a kutatók és gyakorlati szakemberek érdeklődését is. Több elmélet a Miller és Modigliani feltételek sérüléséből fakad, úgymint az adók és szabályozási kérdések elmélete, a jelzés- és alulértékeltségi elmélet, az ügynökköltségek és szabad pénzáramok elmélete és a helyettesítési hipotézis. Ezen elméletek bemutatása mellett szót ejtettem a felvásárlás megelőzése motivációról is.

Összességében a fenti elméleteket tesztelő empirikus tanulmányok sokszor egymásnak ellentmondó eredményeket prezentálnak, vagyis nem létezik egy egységes elmélet a részvény-visszavásárlások kapcsán. További kutatásokra van szükség, hogy jobban megértsük a részvény-visszavásárlások motivációit és csökkentsük az ellentmondásokat. Az eddigi kutatások nagyrészt az Egyesült Államok és egyéb fejlett piacok vállalataira koncentráltak, azonban a kevésbé fejlett piacokon is végezhető hasonló elemzés. A klasszikus vállalatértékelési elmélet és gyakorlat az osztalékból származó tulajdonosi pénzáramokra koncentrált, azonban a részvény-visszavásárlások jelentősége a modellek újragondolását eredményezheti.

Irodalom

ANDRIOSOPOULOS – HOQUE 2013 = Andriosopoulos, D. – Hoque, H.: The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis* 27 (2013) 65–76.

ANDRIOSOPOULOS – LASFER 2015 = Andriosopoulos, D. – Lasfer, M.: The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance* 55 (2015) 327–339.

- BAKER – WURGLER 2004 = Baker, M. – Wurgler, J.: A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance* 59 (2004) 1125–1165.
- BANYI et al. 2008 = Banyı, M. L. – Dyl, E. A. – Kahle, K. M.: Errors in estimating share repurchases. *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 460–474.
- BRAV et al. 2005 = Brav, A. – Graham, J. R. – Harvey, C. – Michaely, R.: Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77 (2005) 483–527.
- BREALEY – MYERS 2011 = Brealey, R. A. – Myers, S. C.: *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest : Panem, 2011.
- DAMODARAN 2014 = Damodaran, A.: *Applied Corporate Finance, 4th Edition*. Hoboken, NJ : Wiley, 2014.
- DENIS 1990 = Denis, D. J.: Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance* 45 (1990) 1433–1456.
- DITTMAR 2000 = Dittmar, A. K.: Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business* 73 (2000) 331–355.
- EASTERBROOK 1984 = Easterbrook, F. H.: Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74 (1984) 650–659.
- FAMA – FRENCH 2001 = Fama, E. – French, K.: Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 3–43.
- FARRE-MENSA et al. 2014 = Farre-Mensa, J. – Michaely, R. – Schmalz, M.: Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics* 6 (2014) 75–134.
- FAZAKAS – KOSÁRKA 2008 = Fazakas G. – Kosárka J.: Osztalékpolitikai elméletek. *Közgazdasági Szemle* 55 (2008) 782–806.
- FLOYD et al. 2015 = Floyd, E. – Li, N. – Skinner, D. J.: Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118 (2015) 299–316.
- GRULLON – MICHAELY 2002 = Grullon, G. – Michaely, R.: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 57 (2002) 1649–1684.
- HOWE et al. 1992 = Howe, K. M. – He, J. – Kao, G. W.: One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance* 47 (1992) 1963–1975.
- HSIEH – WANG 2009 = Hsieh, J. – Wang, Q.: *Stock Repurchases: Theory and Evidence* (2009); <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1395943> (Letöltés: 2018.11.05.)

- JENSEN 1986 = Jensen, M.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* 76 (1986) 323–329.
- JIANG et al. 2013 = Jiang, Z. – Kim, K. – Lie, E. – Yang, S.: Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance* 21 (2013) 36–50.
- LEE et al. 2010 = Lee, C. I. – Ejara, D. D. – Gleason, K. C.: An empirical analysis of European stock repurchases. *Journal of Multinational Financial Management* 20 (2010) 114–125.
- LINTNER 1956 = Lintner, J.: Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* 46 (1956) 97–113.
- MILLER – MODIGLIANI 1961 = Miller, M. – Modigliani, F.: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* 34 (1961) 411–433.
- MILLER – ROCK 1985 = Miller, M. – Rock, K.: Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 40 (1985) 1031–1051.
- OFER – THAKOR 1987 = Ofer, A. R. – Thakor, A.: A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. *Journal of Finance* 42 (1987) 365–394.
- PERFECT et al. 1995 = Perfect, S. B. – Peterson, D. R. – Peterson, P. P.: Self-tender offers: The effects of free cash flow, cash flow signalling, and the measurement of Tobin's q. *Journal of Banking & Finance* 19 (1995) 1005–1023.
- ROSS 1977 = Ross, S. A.: The Determination of Financial Structure. *The Bell Journal of Economics* 8 (1977) 23–40.
- STEPHENS – WEISBACH 1998 = Stephens, C. P. – Weisbach, M.: Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *Journal of Finance* 53 (1998) 313–333.
- VAFEAS 1997 = Vafeas, N.: Determinants of the Choice between Alternative Share Repurchase Methods. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 12 (1997) 101–124.
- VAFEAS – JOY 1995 = Vafeas, N. – Joy, M.: Open market repurchases and the free cash flow hypothesis. *Economic Letters* 48 (1995) 405–410.
- VON EIJE – MEGGINSON 2008 = von Eije, H. – Megginson, W. L.: Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 347–374.

Why do (not) companies pay dividends?
Theories related to dividends and share repurchases

DÁNIEL SZLÁDEK

The way companies return cash to their shareholders has changed considerably in recent decades. After changes in the legislation, share repurchases or buybacks have gained prominence, while dividends have somewhat lost their role as the main payout method. I intend to explore the reasons of this shift in payout policy.

In this paper, I focus on the theoretical background of payout policy. Besides surveying the main theories related to dividends and share repurchases, I introduce the different ways companies can buy their shares back. Data indicating the emergence of share repurchases are also presented, while empirical studies testing the theories are discussed as well. The aim of this paper is to find out why share repurchases have become popular, and to reveal unanswered questions of the topic, which point to future research possibilities.